



קרנות פרייבט אקוויטי (PE או Private Equity) כאפיק השקעה אלטרנטיבי: ביצועי העבר והאתגרים של היום



ניסן לנגבר



פרופ' ניסן לנגבר הוא חבר סגל בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב. בעל תואר דוקטורט מאוניברסיטת Northwestern בקלוג, משמש כחבר סגל באוניברסיטת Houston והצטרף לסגל האקדמי של הפקולטה לניהול בשנת 2009. פרופ' לנגבר שימש בעבר כראש התמחות מימון חשבונאות, מחקריו עוסקים בתחום המימון והחשבונאות – ניהול פיננסי, השקעות בפרויקטים, גילוי אינפורמציה וממשל תאגידי.

תקציר

פרייבט אקוויטי (Private Equity) הוא אפיק השקעה אלטרנטיבי המאפשר למשקיעים גישה למגוון חברות בבעלות פרטית. מדובר בהשקעה המבטיחה פוטנציאל תשואה וסיכון שאין מקביל לו באפיקי השקעה מסורתיים, כגון חברות סטרטאפ או חברות הנרכשות ברכישה ממונפת. במאמר זה ראשית אתאר בכלליות את המגמות בשוק זה בשנים האחרונות. לאחר מכן אציין מהם המאפיינים העיקריים של קרנות ה-PE, על ידי הבחנה בין קרנות ה-Venture Capital (VC) וקרנות ה-Leveraged Buyout (LBO). אדון במאפייני חברות הפורטפוליו, אופן מימון, הערך המוסף שאותו מביאים איתם מנהלי הקרנות לחברות הפורטפוליו, היקף הנכסים של הקרנות ואסטרטגיית ההשקעה והמימוש. לאחר מכן, אעסוק בתשואות באפיק השקעה זה למשקיעים. אתאר את אופן אמידת התשואות של קרנות ה-PE, השונה באופיו מזה המקובל באפיקי ההשקעה המסורתיים (כגון קרנות נאמנות), אסקור את הממצאים בספרות האקדמית בכל הנוגע לשאלת התשואות שהניבו קרנות ה-PE, ואתיחס גם לבעייתיות שבאופן ההשוואה בין הקרנות על בסיס מדדי ביצועים מקובלים כמו Internal Rate of Return (IRR) ו-Multiple on Invested Capital (MIC). לסיום, אדון באתגרים העומדים כיום בפני מנהלי קרנות הפרייבט אקוויטי ואתיחס לאפשרות ששוק זה הגיע לחוויה לאור העלייה בתחרותיות בין הקרנות, תחרות הנוגעת לחברות הפורטפוליו הפוטנציאליות, לפרמיות הרכישה הגבוהות והמדווחות ולביקושים ההולכים וגדלים מצד המשקיעים המעוניינים להשקיע באפיק זה בשנים האחרונות. כל אלה עלולים לפגוע בתשואות העתידיות של אפיק זה.

מבוא: מהן קרנות הפרייבט אקוויטי?

שוק הפרייבט אקוויטי התפתח רבות בעשרים השנים האחרונות ומהווה אפיק השקעה אלטרנטיבי משמעותי בשווקים העיקריים בעולם. בעוד ששוק זה מתאפיין במגמת צמיחה, יש בו גם תנודתיות שנתית רבה מבחינת היקף ההשקעות וגיוסי הכספים. כרגע שוק ה-PE נמצא בשיאו, עם גיוסים של יותר מ-700 מיליארד דולרים ב-2018 (ירידה מתונה יחסית ל-2017) ועם היקף עסקאות של כ-600 מיליארד דולרים. בשנים האחרונות השוק חזר לרמות פעילות שנרשמו בפעם האחרונה רק לפני יותר מעשר שנים, ערב המשבר הפיננסי. התבוננות על ערך סך כל היקף העסקאות העולמי השנתי, המבוצעות על ידי קרנות ה-PE, מעידה על התנודתיות הרבה: בשנים 2010-2008 הערך של היקף העסקאות השנתי היה כ-100-200 מיליארד דולרים (זה נכון גם לשנים שלפני 2004), בעוד שבשנים 2006-2007 וגם בשנים האחרונות הערך הגיע ל-600-800 מיליארד דולרים.

באופן דומה, סך כל הכספים השנתי שגויסו לקרנות ה-PE ידעו שנים של שיא ושל שפל בגיוסים. שני ממדים חשובים של פעילות קרנות ה-PE, שדווקא גדלים באופן עקבי, הם סך הנכסים המנוהלים (Assets Under Management) וסך ערך ה-Dry Powder (המשקף את הכספים הפנויים להשקעה, כלומר כספי השקעה שהמשקיעים כבר התחייבו להם, אך טרם הוגשה בקשה להעברה לחשבון הקרן). נכון לסוף 2018 קרנות ה-PE בכללותן מנהלות נכסים בשווי של 3.4 טריליון דולרים וברשותן כ-2 טריליון dry powder (זהו הסכום הגבוה ביותר שהיה אי פעם בשוק, והוא משקף עלייה של יותר מ-100% יחסית לרמה ב-2012 או לזו של ערב המשבר הפיננסי).

מאפיינים בסיסיים

לפני שאדון באופן פרטני בקרנות מסוג 'הון סיכון' (Venture Capital) וקרנות מסוג 'רכישה ממונפת' (Leveraged Buyout) אציין כמה מאפיינים כלליים וחשובים של קרנות ה-PE בכללותן. אתייחס למבנה הארגוני של הקרן כ-Limited Partnership, לאופק ההשקעה של הקרנות, לחשיבות של מנהלי הקרן, לתהליך יצירת הערך בחברות הפורטפוליו, לתמריצי מנהלי הקרן ולאופן מימוש ההשקעות.

מבנה הקרן כ-Limited Partnership: קרנות ה-PE מנוהלות על ידי מנהלי הקרן או על ידי ה-General Partners, המגייסים כספים ממשקיעים או מה-Limited Partners, כדי להשקיע בחברות פורטפוליו. המשקיעים בקרנות PE כוללים משקיעים מוסדיים, כגון חברות ביטוח, בתי השקעות, קרנות פנסיה, אוניברסיטאות ומשקיעים פרטיים. בניגוד לקרנות אחרות, כגון Mutual Funds שהן קרנות נאמנות, קרנות ה-PE, כפי שנובע משמן, משקיעות בחברות פורטפוליו שבבעלות פרטית (כלומר, כאלה שלא נסחרות בבורסה) או שהן הופכות לפרטיות כתוצאה מעסקת הרכישה על ידי הקרן.

עוד מאפיין ייחודי לקרנות אלה הוא אורך החיים של הקרנות. מבחינה חוקית, קרנות PE מוגדרות כבר בזמן הקמתן ככאלה שיפעלו בזמן מוגבל, בדרך כלל לתקופה של עשר שנים (תקופה הניתנת להארכה בעת הצורך) – דבר המשפיע ישירות על אופק ההשקעה. מימוש ההשקעה בחברות הפורטפוליו או ה-Exit יכול להיות בצורת הנפקה בבורסה (Initial Public Offering), מכירה לחברה אחרת בתעשייה (Acquisition) או מכירה לקרן PE אחרת.

ניהול אקטיבי של נכסי הקרן: מנהלי קרנות PE נחשבים למשקיעים אקטיביים הממלאים תפקיד חשוב בכל שלבי ההשקעה: באיתור חברות פוטנציאליות, בניהול המשא ומתן עם החברה לקראת ההשקעה, בליווי אסטרטגי ופיננסי של החברה במהלך שנות המעורבות של הקרן ובניהול ובבחירת אופן מימוש ההשקעה בזמן ה-Exit. בהמשך נדון ביתר אריכות בתפקידים של מנהלי הקרן השונים ונבדיל בין קרנות 'הון סיכון' לקרנות רכישה ממונפת.

ניזלות: בזמן הקמת הקרן מתחייבים כל משקיעי ה-LP לסכומי השקעה בקרן Committed Capital. הכספים האלו מועברים לידי הקרן לצורך השקעה או לתשלום הוצאות ניהול הקרן בתאריכים עתידיים, כשהקרן 'קוראת לכסף' באמצעות Capital Calls. באופן טבעי ההשקעות מתבצעות בשנים הראשונות להקמת הקרן, כשאופק ההשקעה בחברות הפורטפוליו נע בין 3-8 שנים ולאחר מכן הן נמכרות (Stromberg, 2009). שלא כמו אפיקי השקעה אחרים כגון mutual funds, המשקיעים בקרנות PE בדרך כלל אינם יכולים למשוך את כספם בכל רגע נתון. דרישה כזו של משיכה מוקדמת מצד משקיעי ה-LP היתה מצריכה מכירה של נכסים שאינם ניזלים וגוררת עלויות גבוהות לקרן. על כן, אופי ההשקעה מצד משקיעי ה-LP נחשב לאורך טווח ולא ניזל כשמדובר באפיקי ה-PE.

האחרונות קרנות VC היו למקור מימון חשוב לחברות סטרטאפ רבות וחשובות, כגון Amazon, Apple, Facebook Google, Intel, Microsoft, Whole Foods (Gompers et. al, 2017) ו-Starbucks.

דוגמה נוספת היא חברת Spotify המציעה פלטפורמה לסטרימינג של תוכן מוזיקלי, ושהונפקה בתהליך IPO (באופן יוצא דופן, החברה הונפקה ישירות וללא התיווך המקובל של בנק השקעות – בדומה לדרך שבה הונפקה Google לפני יותר מעשור). החברה, שנכון למאי 2019 נסחרת ביותר מ-25 מיליארד דולרים, התחילה את דרכה ב-2008 במימון של 21 מיליון דולרים שניסו מחמש קרנות VC וכן ממשקיעי אנג'ל (Angel Investors).

בעוד שקרנות ה-VC מתמחות באיתור ובהשקעה בחברות סטרטאפ קטנות וצעירות המבטיחות פוטנציאל ליתרון טכנולוגי או אסטרטגי, קרנות ה-LBO משקיעות בחברות מהמנוון הרחב של התעשיות, ומתמחות באיתור חברות שניתן לייצל אותן על ידי הובלת שינויים ניהוליים, אסטרטגיים ופיננסיים. בקרנות מסוג VC חברות הפורטפוליו הן פרטיות, לעומת המקרה של קרנות LBO שנרכשות כציבוריות והופכות לפרטיות בתהליך הרכישה או נרכשות כפרטיות מלכתחילה. חברות אלו נוטות להיות די גדולות מבחינת היקף נכסים ומכירות, בעלות מוצר מוגדר היטב ופועלות בשוק כבר זמן רב. חברות רבות וידועות עברו תהליך רכישה על ידי קרן LBO בעברן, לדוגמה, Hertz, Capmark, Hilton, TXU energy, RJR Nabisco, PetSmart, Dell, Burger King.

אחת הדוגמאות לעסקה מוצלחת ביותר היתה ב-2007, כאשר קרן LBO של Blackstone רכשה את חברת Hilton בהשקעה של 7 מיליארד דולרים. למרות ירידה משמעותית בשערוך העסקה ב-2009 עקב המשבר הפיננסי, החברה בסופו של דבר הונפקה ב-2013 והניבה לקרן רווחים של כ-14 מיליארד דולרים (Phalippou, 2014). באופן כללי, המאפיינים של חברת-מטרה או target firm אידיאלית לעסקת LBO כוללים (1) חברה הפועלת בסקטור מפותח והנסחרת במכפיל נמוך יחסית למתחרים (2) חברה בעלת חוב נמוך ותזרים מזומנים בריא המאפשר מינוף משמעותי (3) הזדמנויות להתייעלות תפעולית והקטנת עלויות (4) מוצר אטרקטיבי (5) יתרון תחרותי העתיד להישמר (6) אפשרויות יציאה או exit אטרקטיביות.

תמריצים למנהלי הקרן: התגמול למנהלי הקרן מורכב מתשלום דמי ניהול שנתיים שהם בסביבות ה-2% מנכסי הקרן בתוספת השתתפות ברווחים של כ-20%. אופן התגמול הספציפי משתנה כמובן מקרן לקרן על פי מצב השוק ועל פי הניסיון של מנהלי הקרן. אופן התגמול, הכולל השתתפות משמעותית ברווחי הקרן, נחשב להכרחי ונועד כדי להבטיח תמריצים למנהלי הקרנות וכדי ליצור ערך באמצעות בחירה נכונה של השקעות הקרן, ליווי קרוב של חברות הפורטפוליו, הכוונתן, השתתפות בישיבות הדירקטוריון, ישיבות ביקורת וכדומה. בנוסף ליצירת ערך, למשקיעי ה-LP חשוב שמנהלי הקרן ישתתפו גם בהפסדים. על כן נהוג שמנהלי קרנות ה-PE משתתפים גם כמשקיעים פעילים בקרן בשיעור של כ-1% מנכסי הקרן. אם מדובר בקרנות גדולות במיוחד, שיעור השתתפות זה מופחת לרמה נמוכה יותר (Gompers and Lerner, 1999; Metrick and Yasuda, 2010; and Robinson and Sensoy, 2013). כשמדובר בתמריצים, אין לשכוח גם את תמריצי השוק הפועלים לטובת מנהלי קרנות ה-PE מעבר לחווי התגמול שמהם הם נהנים. חשוב לזכור שמנהלי קרנות PE חושבים גם על הקרן הבאה שאותה הם ינהלו, ואחד התנאים המרכזיים לגיוס קרנות PE עתידיות (ק follow-up funds) הוא מוניטין טוב. במציאות הזו, למנהלי הקרן יש עניין רב בהצלחת הקרן וביצירת רווחים למשקיעי ה-LP, גם מעבר למה שמגולם בחווי התגמול עם משקיעי ה-LP.

קרנות מסוג LBO ו-VC

שני סוגים עיקריים של קרנות PE הן קרנות ההון סיכון הנקראות Venture Capital (VC) וקרנות המתמחות ברכישות ממנפות ונקראות Leveraged Buyout (LBO). למרות המאפיינים המשותפים לכלל קרנות ה-PE, בין קרנות ה-VC וה-LBO ישנם הבדלים משמעותיים ביותר באופן התנהלותם. בסעיף זה אדון בהבדלים אלו, הכוללים את אופן בחירת חברות הפורטפוליו, גודל הקרנות, התמיכה בחברות הפורטפוליו, יצירת הערך על ידי מנהלי הקרן, ואופי מימון ההשקעה בחברות הפורטפוליו.

חברות הפורטפוליו: נתחיל מכך שהמודל העסקי המסורתי של קרנות ה-CV וה-OBL הוא שונה מהותית. אפשר לומר שחברת היעד האידיאלית עבור קרן VC היא חברת סטרטאפ צעירה שיש לה פוטנציאל צמיחה ושהיא מציעה טכנולוגיה חדשה או אסטרטגיה עסקית פורצת דרך. בשלושים השנים

אופן ההשקעה: אופן ההשקעה בחברות הפורטפוליו שונה מהותית בין קרנות LBO לבין קרנות VC. קרן VC טיפוסית בסדר גודל של 100 מיליון דולרים תשקיע בכ-10 חברות פורטפוליו במספר סבבים (financing rounds) לטובת מימון הוצאות הפעילות השוטפת של חברת הסטרטאפ. בסוג מיוחד זה של מימון מדורג הנקרא Staged finance, שלבי המימון מתבצעים לפי מדרגות התקדמות או יעדים הנקראים Milestones. בכל סבב יחס הבעלות של הקרן בחברה או ה-equity share עולה בהתאם לסכומי הגיוס ולתמחור החברה. בנוסף לכך, הצטרפות של קרנות VC נוספות בסבבים מתקדמים (syndication) היא די מקובלת. תהליך זה מצריך ליווי צמוד של חברות הפורטפוליו ועבודה ניכרת ורציפה מצד מנהלי הקרן לטובת עמידה ביעדים, הגדרת היעדים הנכונים, התאמת מדרגות ההשקעה והערכות השווי בהתאם לדינמיקה הטבעית של פריצות דרך טכנולוגיות והתנודות בשווקים.

לעומת זאת, בקרן LBO מרב ההשקעה בחברות הפורטפוליו בקרן מתבצע בעת הרכישה. כבר בשלב ההתחלתי רוכשת הקרן 100% של המניות מחברת הפורטפוליו, ובכך ממנפת את מבנה ההון של החברה ואת ההתקשרות עם משקיעים המעוניינים לרכוש אג"ח או מה שמכונה Leveraged Debt של החברה הנרכשת. בעסקאות רכישה ממונפות אלו מקובל שקרן ה-LBO מכסה בסביבות 30%-40% מערך החברה, בעוד שהיתר ממומן על ידי חוב. בסוף תהליך הרכישה חברת הפורטפוליו הופכת מחברה ציבורית הנסחרת בבורסה (אם היתה כזאת) לחברה בבעלות פרטית של הקרן. לאחר שלב הרכישה הראשוני, תזרימי המזומנים בין חברת הפורטפוליו לקרן ה-LBO הן (בשאיפה) בעיקר חיוביות מבחינת הקרן ומתבצעות בצורה של דיווידנדים הממומנים על ידי רווחים. אם הרווחים אינם מספיקים (ובשנים האחרונות זה קורה יותר), אז מניסים אג"ח מיוחד למימון דיווידנד הנקרא Dividend Recap.

יצירת ערך על ידי מנהלי הקרן: התמיכה של קרנות ה-VC ביזמות מורגשת בכמה אופנים. כשבוחנים את החברות הצעירות המצטרפות לבורסה בתהליך ה-IPO, רואים שכמחצית מהן נתמכות על ידי קרנות VC (Kaplan and Lerner, 2010). בנוסף, אם בוחנים את כלל ההשקעות במחקר ובפיתוח שמתבצעות על ידי החברות הציבוריות בשוק האמריקאי מגלים ש-44% מהן נעשות על ידי חברות שנתמכו בקרן VC בעברן (Gornall and Strebulaev 2015). מחקרים רבים ניסו להבין את אופן יצירת הערך של קרנות ה-VC ולענות על השאלה

האם קרנות אלו מועילות לחברות הסטרטאפ מעבר למימון ההוצאות הנדרשות לצמיחתן. מנהלי קרנות ה-VC הם בדרך כלל בעלי ניסיון ניהולי בחברות סטרטאפ מוצלחות בעצמם ובעלי ידע רחב וקשרים בתעשייה שבה הם משקיעים, והם נוטים להשקיע בחברות הקרובות אליהם גאוגרפית, ואף לבקר בהן לעיתים קרובות למטרת ישיבות דירקטוריון או פגישות ייעוץ. עדות לפעילותם של מנהלי קרנות VC אפשר למצוא במחקר שנערך לאחרונה ושוו נשאלו 885 מנהלי קרנות VC לפירוט תרומתם לחברות הפורטפוליו (Gompers, et al. 2016). ממחקר זה עולה שפעילות מנהלי קרנות ה-VC כוללת ייעוץ אסטרטגי (87%), חיבור הזים למשקיעים (72%), מציאת קליינטים (69%), ייעוץ תפעולי (65%), גיוס חברי דירקטוריון (58%) וגיוס עובדים (46%).

כשמדובר בפעילות מנהלי קרנות ה-LBO בחברות הפורטפוליו, האתגרים ליצירת ערך הם שונים בתכלית בהשוואה למנהלי קרנות ה-VC. כפי שצוין קודם, אלו הן בדרך כלל חברות בוגרות שיש להן מוצרים קיימים ונתח שוק מבוסס. פוטנציאל יצירת הערך בחברות אלו טמון בשינוי מבנה ההון, התייעלות תפעולית והתייעלות ארגונית (Kaplan and Stromberg, 2009). אותו מינוף מיוחל מביא איתו יתרונות. אופי הרכישה הממונפת, הממומנת בעיקרה על ידי הנפקת חוב כנגד נכסי חברת הפורטפוליו (כשממוצע המינוף יחסית להיקף הנכסים הוא 60% בשנים האחרונות), משנה באופן מהותי את תזרימי המזומנים הנותרים לאחר תשלומי הריבית לבעלי האג"ח או Free Cash Flows המביא איתו יתרונות מסוימים. כמו כן, מינוף החברה משמש כתמריץ עבור מנהלי החברה לנקוט בצעדים המטיבים עם מחיר המניה, זאת על ידי ניצול נכון ויעיל של תזרימי המזומנים של החברה.

בנוסף, מינוף החברה מקטין את תשלומי המס הנדרשים, ובכך מגדיל את חלקם של המשקיעים מרווחי החברה. כשמדובר בתמריצים של מנהלי החברה (Acharya et al. 2013) מצאו שהנהלת חברת הפורטפוליו מחזיקה ב-15%-17% ממניות החברה כש-8% נמצאים בידי המנהל (ה-CEO) בעוד שבכלל החברות הציבוריות בארצות הברית המנהל הממוצע מחזיק בפחות מ-4% מערך החברה (כשבמחצית מהחברות המנהל מחזיק אפילו בפחות מ-1.6% (Page, 2011)). זאת ועוד, מנהלי קרנות ה-LBO פעילים בהובלת שינויים תפעוליים בחברה על ידי חברות פעילה בדירקטוריון (3 חברי דירקטוריון בממוצע). ברוב המקרים ההנהלה לא מוחלפת על ידי הקרן בעת העסקה, אך בכשליש מהמקרים

מכירה לקרן PE אחרת ו-17% הנפקה בבורסה.

באופן טבעי, מכיוון שקרנות LBO פועלות ברמת סיכון נמוכה יחסית לזו של קרנות ה-VC, הן גם משקיעות בחברות צעירות ביותר ולעיתים בחברות בעלות רעיון או קונספט בלבד. מסיבה זו אפשרות של הפסקת פעילות החברה או write off היא הרבה יותר רלוונטית לקרנות VC. בנוסף, רק אחוזים בודדים של חברות סטרטאפ נמכרות בעוד שהתשואות למשקיעים כשהנפקה או מכירה אכן מתממשת הן גבוהות ביותר.

ביצועי קרנות הפרייבט אקוויטי

סובייקטיביות רבה מעורבת בניתוח ביצועי קרנות PE, שלא כמו במקרה של קרנות נאמנות (mutual funds) המשקיעות בנכסים נזילים הנסחרים באופן רציף בשווקים הפיננסיים, ושעליהם יש לנו דיווח מפורט ושוטף. מטבע הדברים, יש אי וודאות רבה לגבי ערכן ולגבי הסיכון שבהשקעות קרנות ה-PE, וכן לגבי התשואה העודפת שהן מניבות למשקיעים. יחד עם זאת, הספרות מציעה מספר מדדים לטיב ביצועי קרנות ה-PE בעזרת שימוש בנתונים הקיימים. יש להבדיל כאן בין ביצועי הקרן מבחינת משקיעי ה-LP לבין היכולת של מנהלי הקרן ליצור ערך בהשקעותיהם. כל שכן, ייתכן בהחלט מצב שבו משקיעי ה-LP אינם נהנים מתשואה עודפת על השקעותיהם בקרנות PE, בעוד שהקרן עצמה היא רווחית או מניבה תשואות עודפות. על כן, התשובה לשאלה הדנה ביכולתם של מנהלי הקרן להניב תשואה עודפת על השקעותיהם, קשורה אך גם נפרדת מזו הדנה בתשואות שמהם נהנים משקיעי ה-LP.

נוסף על כך, יש לקחת בחשבון את דמי הניהול ואת דמי ההשתתפות ברווחים שלה זכאים מנהלי הקרן. הבחנה זו היא רלוונטית ביותר בשנים האחרונות ובתקופות שבהן יש ביקוש רב יחסית מצד המשקיעים לאפיקי השקעה אלטרנטיביים מסוג PE. ביקוש רב מצד משקיעים יכול באופן טבעי, להוריד את התשואות התחרותיות (נטו לאחר דמי הניהול) שלהן הם זוכים. להלן, אתיחס לספרות העוסקת בביצועי קרנות ה-PE. אדון בסובייקטיביות הרבה הקיימת באמידה הסטטיסטית של רווחיות הקרנות ובהגדרתן של תשואה עודפות. כמו כן אציג את מדד ה-PME למדידת ביצועים ואת הממצאים של מחקרים שהשתמשו במדד זה, ואדון בבעייתיות הכרוכה בהשוואה בין קרנות על סמך מדדי ה-MIC או ה-IRR.

מנהלים מוחלפים. בכל מקרה, בהמשך תקופת ההחזקה של החברה על ידי הקרן, ההנהלה המקורית מוחלפת בכמחצית מהעסקאות. הקרן גם תורמת לפעילות העסקית של חברות הפורטפוליו בכמה אופנים עיקריים: הגדלת מכירות מצוינת כיעד מרכזי בכ-70% מהעסקאות, צמיחת הפעילות ורכישות של חברות על ידי חברת הפורטפוליו או follow up acquisitions-50%, הקטנת עלויות תפעוליות צוינה כפעילות חשובה ליצירת ערך בכ-36% מהעסקאות ויצירת קשרים עסקיים בין חברות הפורטפוליו השונות בתיווך הנהלת הקרן צוינה בכ-16% מהמקרים (Gompers, Kaplan and Mukharlyamov, 2015).

גודל הקרנות: באופן טבעי, ובהינתן ההבדלים המצוינים מעלה, הממוצע של קרנות ה-LBO גדול הרבה יותר מקרנות ה-VC מבחינת היקף הנכסים או ה-Assets Under Management. לפי נתוני חברת PitchBook (המספקת ייעוץ בשוק ה-PE), היקף הנכסים של כמחצית מקרנות ה-VC שהתחילו את פעילותן ב-2018 נמוך מ-100 מיליון דולרים, כאשר כרבע הן בטווח של 100-250 מיליון דולרים והרבע הנותר מעל 500 מיליון דולרים. לעומתן, קרנות LBO שהיקף נכסיהן נמוך מ-500 מיליון דולרים תיחשבנה קטנות יחסית. גודלה של קרן LBO טיפוסית נע בטווח של 1-4 מיליארד דולרים, כאשר קרנות עם היקף נכסים גבוה מ-5 מיליארד דולרים תיחשבנה ל"מגה-קרנות" (Mega LBO Funds). בשנים האחרונות השכיחות וכן היקף הנכסים של קרנות ה-LBO מסוג "מגה" עולה, כאשר בשלוש השנים האחרונות קרנות מסוג זה גייסו יותר מ-40% מסך הגיוסים בסקטור. לפי נתונים שמפרסמת חברת PitchBook, ב-2018 פעלו 12 קרנות מגה שגייסו יחד סכום של 114 מיליארד דולרים (לקרן הגדולה ביניהן, של Blackstone, יש היקף נכסים בשווי 20 מיליארד דולרים).

אסטרטגיית המכירה Exit: מנהלי קרנות ה-PE מסוג VC או LBO משקיעים מתוך מחשבה לממש את ההשקעה בטווח של בין 5-10 שנים. אפיקי המימוש העיקריים הם: (1) הנפקת חברת הפורטפוליו בבורסה (IPO) (2) מכירת חברת הפורטפוליו לחברה אחרת הפועלת באותו ענף או בענף קרוב לו (Strategic buyer) (3) מכירת החזקות החברה לקרן PE אחרת (Financial buyer). אפשרות פחות אטרקטיבית כוללת את הפסקת פעילות החברה, פירוקה ומכירת נכסיה במידה ויש כאלה. כשמדובר בקרנות LBO התפלגות המכירות שהתממשו היא 53% מכירה לחברה אחרת בתעשייה, 30%

אמידה סטטיסטית של ביצועי קרנות PE והגדרת תשואה עודפת

על פניו, כדי לאמוד ביצועים של קרן כל מה שנדרש זה לחשב את התשואות ביחס לרמת הסיכון של ההשקעות. חישוב התשואות נעשה על ידי השוואת ערכי ההשקעה לערכי המימוש ורמת הסיכון, כשצריך לקחת בחשבון גם את תנודתיות התשואות. כשמדובר בהשקעות בקרנות ה-PE, יש מידע מוגבל על ערכי הנכסים שהם בבעלות פרטית של הקרן. בנוסף, רוב המודלים הקיימים להערכת סיכוני השקעות פותחו במחשבה על נכסים הנסחרים בבורסה, והם ולא בהכרח מתאימים לנכסים שבהם משקיעים בקרנות ה-PE.

הנתונים הקיימים: מלבד מידע לגבי ערך ההשקעות של קרנות ה-PE הנוגע לזמן שבו הן מתבצעות ולזמן של המכירה, שיכולה להתבצע גם שנים רבות לאחר מכן, אין אנו יודעים הרבה על ערך ההשקעות באותן שנים שבהן החברות הן פרטיות. מבחינה חוקית, הקרנות אינן מחויבות לדווח לציבור הרחב אודות ערכי השקעותיהן במהלך שנות פעילותן. במקרה הטוב, אפשר להסתמך על דיווחי ה-NAV (Net Asset Value) התקופתיים הניתנים למשקיעי ה-PE, אבל גם אם זהו המקרה חשוב לזכור שמידע זה אינו מבוקר בצורה יסודית על ידי מבקר חיצוני והוא מסתמך באופיו על הערכות שווי סובייקטיביות של מנהלי הקרן, שאינן בהכרח תואמות את ערך השוק האמיתי של הנכסים.

חוקרים שבחנו ביצועים של קרנות PE חלוקים בדעתם בנוגע להטיה של תמחור ה-NAV יחסית לערך השוק האמיתי – יש הטוענים שערכי NAV של נכסים המוחזקים יותר מעשר שנים "סובלים" מהערכת יתר ושנכסים אלו הם בעצם living dead. לכך גם מצטרפת הטענה שערכי NAV אינם לוקחים בחשבון את עלויות המכירה של הנכסים. לעומת זאת, אחרים מצאו שערכי ה-NAV שלהם הם זוכים בעת המכירה על ידי הקרן, הם בממוצע נמוכים יותר מערכי השוק. הממצאים האלה הנוגעים לתמחור ה-NAV עקביים עם תמחור קונסרבטיבי מצד מנהלי הקרן ואינם שאינם משקפים את מחיר השוק בשלמותו. בעוד שאין הסכמה בנושא, ברור לכולם שדיווח עצמאי לא מבוקר וסובייקטיבי באופיו אינו בסיס רצוי להערכת ביצועי קרנות ה-PE, אך עלול להיות הכרח המציאות.

אמידת סיכונים ופרמיית חוסר נזילות: מה הסיכון הנלווה כאן ומה התשואה הראויה? אמידת סיכונים פיננסיים היא

מדויקת ביותר כאשר היא מסתמכת על תשואות או על מחירים הנמדדים בתדירות גבוהה. למרות קיומם של מודלים רבים להערכת ביצועי השקעות בשוק ההון, לדוגמה מודל מסוג ה-CAPM (הניזון מחישובי קורולציות), לא ניתן ליישם מודלים אלו באופן טריוויאלי על נתוני קרנות ה-PE. בעוד שקרנות שונות (המתמחות באפיקי השקעה שונים, ומנהלות על ידי מנהלי קרן שיש להם ניסיון או מוניטין שונה) פועלות ברמות סיכון שונות, אין דרך מקובלת כיום לאמוד הבדלים אלו. כמובן שכשאינן מדד מוסכם לרמת הסיכון של ההשקעות שבהן מעורבות קרנות PE, גם אין מדד מוסכם לטיב הביצועים. מלבד שאלת פרמיית הסיכון, ההשקעות של קרנות PE אינן נזילות באופיין, שהרי משקיעים "נועלים" את כספם לשנים רבות. יש לצפות שמשקיעים לוקחים זאת בחשבון לפני ההשקעה בקרנות PE ודורשים תגמול עבור רמת נזילות נמוכה זו. גם בעניין זה אין נקודת ייחוס ברורה להערכת פרמיית הנזילות הנדרשת על ידי משקיעים.

מדד ה-PME לביצועי קרן: הרווחים של קרנות PE הם נגזרת ישירה של תזרימי המזומנים שבין משקיעי ה-LP לבין הקרן. ספציפית, מנקודת המבט של ה-LP, תזרימי מזומנים שליליים או outflows כוללים את ה-Capital calls ואילו תזרימי המזומנים החיוביים הם התגמולים חזרה (disbursements) במהלך שנות הפעילות של הקרן. הקרן מצידה שומרת לעצמה את דמי הניהול השנתיים ואת חלקה ברווחים. על סמך תזרימי המזומנים של קרנות ה-PE, ניתן לחשב בצורה מדויקת את התשואה המתממשת (IRR) של משקיעי ה-LP בעת מימוש כלל ההשקעות בזמן סגירת הקרן. בניגוד למדד אובייקטיבי זה, הנשען על תזרימי מזומנים אמיתיים, כל ניסיון לחשב IRR במהלך שנות הפעילות של הקרן מסתמך על הערכות שווי סובייקטיביות ולכן הוא בעייתי ביותר.

מדד נוסף לביצועי הקרן (ואף שימושי הרבה יותר) שניתן לחשב ישירות בעזרת תזרימי המזומנים הוא מדד ה-MIC או המכפיל (כפי שיפורט בהמשך מדובר במדד חילופי, קל לחישוב ושימושי במחקרים, אך הלוקח בחשבון היוון של תזרימי מזומנים ומתבסס על מדד ה-MIC). מדד זה משקף את היחס בין סך כל ההשקעות מצד ה-LP לבין סך כל התגמולים (מדד עם ערך גדול מ-1 משקף תשואה חיובית). מכפיל ה-MIC הוא היחס בין סך התגמולים שהקרן משלמת למשקיעיה וסך ההשקעות לדוגמה, מכפיל של 2.5 (שהוא יעד סביר בפרקטיקה) משקף מקרה שבו עבור כל 100 דולרים המושקעים בקרן, הקרן מניבה תגמולים בסך 250 דולרים למשקיעים.

בין השנים 1985-1990. במחקר זה נמצא שהקרן הממוצעת רשמה PME של 0.96 עבור קרנות VC ו-0.97 עבור קרנות LBO. כלומר, משקיע שחילק את כספו באופן שווה בין הקרנות הנ"ל לא ראה תשואה עודפת יחסית לשוק בשנים אלו. מכיוון שבדיקת הקרן הממוצעת אינה מייחסת חשיבות רבה יותר לקרנות גדולות, החוקרים גם בדקו את התשואה הממוצעת ליחידת השקעה (בניגוד לתשואה הממוצעת לקרן). המחשבה הייתה שמנהלי קרנות מנוסים יותר בדרך כלל מנהלים קרנות גדולות יותר. באופן תואם, בדיקה של תיק מסוג value weighted portfolio, ששמה משקל רב יותר בקרנות הגדולות (והמשקפת את הביצועים הממוצעים עבור כל דולר המושקע בסקטור) מגלה PME ממוצע של 1.21 עבור קרנות VC, אך עדיין 0.93 עבור קרנות LBO. כלומר, קרנות ה-VC מניבות 21% יותר במשך חיי הקרן יחסית לתיק השוק (או לחילופין תשואה עודפת שנתית של כ-4% עבור השקעה בת חמש שנים), בעוד שקרנות ה-LBO מפסידות בממוצע כ-7% במשך שנות פעילותן.

תמונה דומה מתקבלת ממחקרים של Jones and Rhodes (2003) Kropf המסתמכים על דיווחי NAV של מנהלי הקרן לאותן שנים. מחקר זה מוצא תשואה עודפת של כ-0% עבור קרנות ה-LBO ו-5% עבור קרנות ה-VC. תמונה מעודדת יחסית זו עבור קרנות ה-LBO, כלומר שהן אינן מפסידות כסף באופן עקבי, אלא מניבות תשואות התואמות את תיק השוק, לא היתה מוסכמת על כולם. במאמר תגובה שכתבו (2009) Phalippou and Gottschalg נטען שאומדני ה-NAV מוטים כלפי מעלה, ושהתייחסות נכונה יותר הינה להניח ערכים של אפס לדיווחי NAV כשמדובר בהשקעות מעל ל-10 שנים (הרעיון הוא שחברות אלו שלא נמכרו כבר יותר מ-10 שנים מרגע ההשקעה בהן, כנראה גם לא יימכרו). נישה זאת מביאה ל-PME של 0.92 עבור קרנות LBO, כלומר לתשואה ממוצעת שלילית של 8% במשך חיי הקרן. תמונה שונה לגבי קרנות ה-LBO התקבלה מתוצאות דור ההמשך של המחקרים בנושא.

מחקרים עכשוויים: מחקרים עדכניים הלוקחים בחשבון גם את קרנות ה-PE שהתחילו את פעילותן אחרי אמצע שנות התשעים מסתמכים על נתונים רבים יותר ועל מספר קרנות רב יותר. מענה לסוגיית ההתייחסות לערכי ה-NAV המדווחים על ידי מנהלי הקרנות, נמצא אצל Stucke (2011) שבחן את ערכי ה-NAV המדווחים היסטורית כנגד ערכי השוק בפועל בעת המכירה של אותם נכסים. באופן שאולי

מחקרים רבים אימצו מדד שפותח על ידי Kaplan and Schoar (2005). חוקרים אלו הציעו להתבונן במדד ה-PME המבוסס על מדד ה-MIC ועל היוון תזרימי המזומנים בתשואות הלקוחות ממדד ה-S&P 500 בתקופות הזמן התואמות. כלומר, במקום לחלק את סך התגמולים בסך ההשקעות (לחישוב מכפיל ההשקעה), החוקרים הציעו להוון את התגמולים ואת ההשקעות בנפרד לפני חישוב המכפיל. אם להתייחס לדוגמה הנ"ל, לחישוב ה-PME יש להוון את התגמולים של 250 דולרים לפי גורם היוון או ריבית מתאימה המשקפת את הסיכון של הקרן. במילים אחרות, השימוש בתשואות של הלקוחות ממדד ה-S&P 500 מגלם את ההנחה הבסיסית שסיכון השקעות בקרנות PE דומה לסיכון של תיק השוק. על כן, ניתן לומר על קרן שעבורה מדד ה-PME קטן מ-1 שהביצועים שלה היו פחותים יחסית למדד המניות הנ"ל. אינטואיטיבית, אם מדד PME של קרן מסוימת הוא 1.2 משמעו שתגמולי המשקיעים גדולים בכ-20% מאלו שהם היו משיגים אם היו משקיעים את אותו הסכום לאותה תקופה בתיק השוק. התאמה דומה נעשתה למדד ה-IRR על ידי Long and Nickels (1996), אך למדד ה-PME יתרונות בכך שקל יחסית לחשבו. עם זאת, חיסרון ברור של מדד ה-PME הוא שהוא אינו מדד לביצועים על בסיס שנתי, אלא על בסיס מצטבר למשך שנות פעילות הקרן.

האם קרנות ה-PE מניבות תשואה עודפת?

עדויות לגבי התשואות של קרנות ה-PE החלו להופיע באופן עקבי בשנות ה-2000 המוקדמות, כשהנתונים לקוחים משנות ה-80, שם היתה תחילתה של הצמיחה בשוק ה-PE. המסקנה הכללית מהמחקרים היא שקרנות PE מניבות בממוצע תשואות שנתיות חיוביות למשקיעיה, כאשר התשואות שונות בממוצע בין קרנות ה-LBO וקרנות ה-VC. הן משתנות מחיוביות לשליליות כאשר מדדי סיכון שונים נלקחים בחשבון, והן גבוהות יותר כשכוללים נתונים עכשוויים יותר מ-10 או 15 השנים האחרונות (Kaplan and Sensory, 2014).

ביצועים בשנים 1985-2000: בגלל המחקרים הראשון שבו בחנו את התשואות בתקופה זו נמצא שבעוד שקרנות VC מניבות תשואות שנתיות העולות בממוצע על התשואות מהשקעה בתיק השוק, לא כך המקרה עבור קרנות ה-LBO. החוקרים (Kaplan and Shchoar, 2005) אמדו את התשואות על פי בחינת מדגם של 577 קרנות VC ו-169 קרנות LBO

בטא של 1 מבטאת את סיכון תיק השוק, וכן "בטאות" שונות של קרנות VC ושל קרנות LBO. לדוגמה, Driessen, Lin and Phalippou (2012) מצאו שהבטא של קרנות VC היא 2.5, ואילו זו של קרנות LBO היא 1.6. המשמעות היא שעל משקיעים לדרוש תשואות שנתיות בסדר גודל של כ-9% מעל לתשואת השוק, כשמדובר בהשקעות בקרן VC (בהינתן פרמיית שוק של 6%), ושל כ-3.6% מעל לתשואת השוק כשמדובר בקרן LBO. תוצאות דומות לגבי קרנות LBO נמצאו על ידי Jagadeesh, Kraussl, and Pollet (2015) ו-Ang, Chen, Goetzmann, and Phalippou (2018), אך הם אמדו את הבטא של קרנות ה-VC כנמוכה יותר, בסביבות ה-1.6. ממצא זה, לגבי קרנות ה-VC, משמעו שנדרשת תשואה של לפחות 3.6% מעל תיק השוק, התואמת את התשואה של 4% (עבור קרנות VC) שנמדדה על ידי מחקרים אחרים.

מחקר נוסף המציע פירוש דומה לנתונים (Phalippou, 2013) בחן מדגם של 392 קרנות LBO וחישב עבורן את מדד ה-PME בשני אופנים: פעם אחת באמצעות שימוש בתיק השוק להיוון תזרימי המזומנים, ופעם אחרת באמצעות שימוש במדד אחר המורכב ממניות קטנות והמשקף לטענתו באופן טוב יותר את הסיכון שאליה חשופים משקיעי ה-PE. בעוד שמחקר זה אישר את הממצאים של קודמיו בכך שמצא PME של 1.2 יחסית למדד תיק השוק, כאשר השתמש במדד החילופי, ממצאי ה-PME ירדו לסביבות 1 ואף פחות. המשמעות של תוצאות המחקר הנ"ל היא שקרנות ה-LBO מניבות תשואה המשקפת את הסיכון הגלום בהן – ועל כן, אינן מניבות תשואה עודפות למשקיעי ה-LP.

השוואה בין קרנות והטיית מדדי ה-IRR וה-MIC

השוואה בין קרנות מתחרות על סמך מדדים מקובלים כמו IRR או MIC (או גם מדד ה-PME לצורך הדיון) לא תמיד משקפת נכונה את היכולת של מנהלי הקרן להניב תשואות (עודפות) למשקיעי ה-LP. הספרות מראה שכשמדובר בקרנות נאמנות, המשקיעים נוטים לפדות את כספם לאחר רבעונים שבהם הביצועים היו נמוכים יחסית, ולהזרים כספים לאחר רבעונים טובים במיוחד. בהתאם לכך, חוקרים מצאו שמנהלי קרנות נאמנות מטים את פעילותם באופן עקבי בהתאם לשימור היקף נכסי הקרן (Chevalier and Ellison, 1997).

הפתיע רבים, השוואה זו העלתה את האפשרות שבשנים אלו מנהלי הקרנות דוחו על ערכי NAV הפחותים בממוצע מערכי השוק המתממשים בפועל – דבר המעלה כמובן את מדידת ביצועי הקרנות מבחינה אמפירית. אכן, תוך אימוץ הגישה הנ"ל, המחקר אמד PME של 1.1 עבור קרנות ה-LBO. במילים אחרות, קרנות ה-LBO השיגו תשואה העולה ב-10% על זו של מדד ה-S&P 500 לאורך חיי הקרן (גם עבור השנים שבהן נטען במחקרים קודמים שהתשואות שליליות). מחקרים נוספים תומכים בטענה שקרנות ה-LBO מניבות תשואה ממוצעת העולה על תיק השוק. לדוגמה, מחקרם של Robinsion and Sensoy (2013) בחן את ביצועי קרנות PE בשנים 1984-2009, ומצא שהקרן הממוצעת שפעלה בשנים אלו הניבה PME של 1.19 כשמדובר בקרנות LBO, ו-1.06 עבור קרנות VC (בהסתמכות על נתונים מתזרימי מזומנים של 295 קרנות VC ו-52 קרנות LBO). ממצאים אופטימיים דומים המעידים על PME של 1.22 עבור קרנות LBO ו-1.36 עבור קרנות VC נמצאו על ידי Harris, Jenkinson and Kaplan (2014) שדקו 775 קרנות VC ו-598 קרנות LBO שהתחילו את פעילותן בשנים 1984-2008. אפשר לסכם ולומר כי הספרות המחקרית מעריכה את התשואות של קרנות ה-PE כגבוהות יחסית לתיק השוק. השאלה הבאה היא, האם התשואות של תיק השוק הן נקודת הייחוס הנכונה המשקפת את הסיכון הגלום בהשקעות אלו.

מדד הסיכון הנכון: בעוד שמחקרים רבים תומכים במסקנה שקרנות ה-PE הניבו תשואה גבוהה מזו של מדד תיק השוק, יש כאלו הטוענים שנקודת הייחוס של תיק השוק אינה מתאימה. הטענה היא שמדד תיק השוק הפועל לטובת קרנות ה-PE הוא נמוך מדי, שכן הוא מוביל לאמידה מוטה של ביצועי הקרנות כלפי מעלה. ישנם כאלה שניסו לאמוד באופן ישיר את הסיכון של תזרימי המזומנים של קרנות ה-PE השונות על מנת לבדוק אם הוא תואם את סיכון תיק השוק, ויש כאלה שהשתמשו במדדים חילופיים למדד תיק השוק. באופן כללי אפשר לומר שהתוצאות מעידות על כך שההשקעה בקרנות PE מגלמת בתוכה רמת סיכון הגבוהה מזו של תיק השוק. על כן, הביצועים הנ"ל מוטים כלפי מעלה. יש להוסיף לכך את פרמיית הניזילות, אותה תוספת תשואה שדורשים משקיעי ה-PE על כך שהם נאלצים לסגור את כספם לתקופות ממושכות יחסית. תוספת זו טרם נלקחה בחשבון באופן יסודי בספרות. מחקרים המנסים לאמוד את הסיכון ישירות בדקו את ה"בטאות" של קרנות PE (אותו אימוד לסיכון ממודל ה-CAPM, כאשר

האתגרים הניצבים בפני קרנות PE-בימינו

שאלה שרבים שואלים היא האם מגמת הצמיחה בשוקים הפיננסיים בכלל, ובסקטור ה-PE בפרט תימשך לאורך זמן. אך שאלה שהיא אולי יותר רלוונטית לקרנות ה-PE מאשר תזמון ההאטה העתידית היא איך ניתן לנצל נכונה את תקופת ההאטה כשתבוא. מציאת הזדמנויות השקעה אטרקטיביות בתקופות של האטה כלכלית אינה עניין זר לקרנות PE, שכן בשנים 2007-2009 רבים רכשו ניירות בתמחור חסר וראו רוחיות נאה כבר ב-2012 ואילך, כששוק ה-IPO האמריקאי הראה סימני התאוששות ראשונים לאחר המשבר. דוגמה טובה לכך היא ההשקעה של BLACKSTONE בחברת המלונאות HILTON ובפרט, ברכישה של אני"ח החברה ובהזרמת נזילות לחברה בשנות המשבר (Phalippou, 2014). חשוב לציין שמציאת הזדמנויות השקעה אטרקטיביות איננה קלה גם בתקופות של צמיחה כלכלית שבהן קרנות PE רבות מתחרות ביניהן, ושמשקיעים מזרימים כסף רב לאפיקי השקעה אלטרנטיביים. בסעיף זה אדון באתגרים העומדים כיום בפני מנהלי קרנות ה-PE ביצירת ערך למשקיעיהם (כגון התחרות ההולכת וגוברת באפיק השקעה זה, ופרמיית הרכישה ההולכת וגדלות שאותן משלמות קרנות ה-LBO), ובהקשרם של אתגרים אלו לרמות השיא של ה-Dry-Powder בשוק.

מצד מנהלי הקרנות: בסקר שנערך ב-2018 בקרב מנהלי קרנות PE התבקשו המנהלים לדרג את חשיבותם של האתגרים העומדים בפניהם בניסיון להניב תשואות עבור משקיעיהם (Crystal Ball Report, 2018). מנהלי הקרנות דירגו אתגרים אפשריים ושונים כשהמספר 1 מציין את האתגר הרלוונטי ביותר והמספר 7 מציין את האתגר הכי פחות רלוונטי. שלושת האתגרים העיקריים שדורגו גבוה היו: פרמיית רכישה גבוהה (דירוג של 2.3), מחסור בעסקאות אטרקטיביות (2.9) ותחרות גבוהה על עסקאות בשוק ה-PE (3.1). יחד עם זאת, מנהלי הקרנות בסקר דירגו את אתגר ניוס הכספים ואת אתגר מציאת מקורות מימון כשולי כיום. שלושת האתגרים שציינתי והמעסיקים את מנהלי הקרנות של היום, בנוסף לאתגרים שפחות מעסיקים אותם, מסבירים מדוע הנתון שאולי הכי מטריד את משקיעי ה-PE כיום הוא סך כל הערך של ה-dry-powder של קרנות ה-PE. כאמור, מדד זה משקף את סך הכספים שקרנות ה-PE יכולות לנצל לצורך השקעותיהן (אך עדיין לא עשו זאת). סך כל רמת

לדוגמה, נמצאה הטיית סיכון כלפי מעלה לקראת אמצע הרבעון במקרים שבהם לקרן היה רבעון לא מוצלח (Risk Shifting), או שרכישה בדיעבד של מניות התבצעה רק לקראת דיווחי סוף הרבעון, כאשר התגלה שמניות אלו הניבו תשואות יפות במהלך הרבעון (Window Dressing).

באופן דומה, בקרנות ה-PE, משקיעי LP משווים בין אפיקי השקעה אלטרנטיביים באמצעות מדדי ה-IRR וה-MIC. קל יותר למנהלי הקרן לניס כספים לקרן חדשה אם הם כבר צברו מוניטין ואם בעברם נרשמו תשואות יפות מקרנות קודמות או קיימות. מדדי הביצועים האלו, המחושבים על בסיס דיווחי NAV ועל בסיס מימושים בפועל, ניתנים להטיה על ידי מנהלי הקרן, ולא בהכרח לטובת משקיעי ה-LP.

בקרנות LBO ישנן כמה דרכים שבהן מדדי ה-IRR וה-MIC ניתנים להטיה כלפי מעלה על ידי החלטות ההשקעה של מנהלי קרן, ועל חשבון התשואות של משקיעי ה-LP. כאמור, אחד המאפיינים של קרנות LBO הוא עסקאות רכישה ממונפות. יחסי מינוף של 60%-80% משפיעים רבות על התשואה הצפויה מעסקאות אלו. באופן פשטני ביותר, ככל שיחס המינוף עולה, כך גם עולה התשואה הצפויה הממוצעת (וגם סיכון העסקה – עוד לפני שלוקחים בחשבון סיכונים נוספים שעולים, כגון הסיכון לחדלות פירעון). באופן הזה מכפילי השקעה או MIC גבוהים משקפים גם את יצירת הערך בחברת הפורטפוליו וגם את הסיכון הגלום ביחס המינוף.

כשמדובר בקרנות VC התיזמון של ה-exit הוא בעל משמעות כפולה. מצד אחד, הקרן תבחר את הזמן המתאים ביותר להנפקה או למכירה למשקיעי אסטרטגי, בהתחשבות בהתקדמות החברה ובמצב השוק, וכן תמשיך להחזיק בחברת הסטרטאפ עד לרגע הנכון. מצד שני, כאשר מנהלי הקרן עסוקים לא רק בניהול הקרן הנוכחית, אלא גם בניוס משקיעים לקראת הקרן הבאה, מימוש מוקדם הוא בעל חשיבות עבורם. בהקשר זה, ישנן עדויות על כך שמנהלים (בעיקר אלו שהם ללא מוניטין מבוסס) נוטים להנפיק חברות פורטפוליו "מוקדם מידי", תופעה הידועה כ-Grand Standing (Gompers, 1996). באופן דומה, עבודת דוקטורט שהתפרסמה לפני שנתיים בעיתון זה ונכתבה על ידי דן אקס הראתה שקרנות VC (ישראליות) נוטות להמשיך ולממן חברות סטרטאפ כושלות הנקראות גם Living Dead בתקופה שבה מנהלי הקרן מעוניינים בניוס כספים לקרן חדשה, אך מפסיקות את מימונן מייד לאחר שסבב הניוסים מסתיים.

מגמת העלייה בפרמיית הרכישה שאותה משלמות

קרנות ה-PE: כדי לבחון אם סקטור ה-PE הוא גדול מידי או לא, יש להתייחס ליחס שבין רמת הניזילות הנוכחית של קרנות ה-PE לבין היקף הזדמנויות ההשקעה. אם יתברר שאפשרויות ההשקעה בפועל אינן תואמות את ציפיות העבר בעת גיוס הכספים ייווצר מצב שבו "כסף רב" מתחרה על מספר עסקאות קטן. כמו בשווקים רבים אחרים, כשהביקוש עולה ללא עלייה תואמת בהיצע אזי המחירים עולים. מדד נפוץ ל"מחיר" שאותו משלמת הקרן הוא מכפיל העסקה – המחושב כיחס בין מחיר הרכישה והמדד לפעילות העסקית של החברה הנרכשת, נכון ה-EBITDA purchase price multiple (מכפיל גבוה משמעותו שהקרן שילמה מחיר גבוה יותר ליחידת רווחיות נתונה). בחינה של הנתונים מראה צמיחה ניכרת במכפיל העסקה הממוצע הני"ל בשנים האחרונות, ובפרט, בשלוש השנים האחרונות, 2016-2018, שבהן עמדו מכפילי העסקה עמדו על רמות של 10.7-11, לעומת רמות של 9.3-10.3 בשנים 2013-2015. אלה אף היו גבוהות ממכפילי העסקה ברמות השיא בשנים 2006-2007, שעמדו על 9.8-9.9. כמובן שמדדי המכפיל למיניהם, וכן הני"ל, אינם לוקחים בחשבון באופן ישיר את פוטנציאל הצמיחה ברווחיות. הם משקפים רק נקודת מבט אחת בנוגע לאופי השינויים בכדאיות עסקאות ה-LBO.

סיכום

מאמר זה מתאר בצורה מתמצתת יחסית את עיקרי המאפיינים של שוק ה-PE. הוא מסכם את עיקרי התובנות שיש כיום בספרות האקדמית לגבי התשואות שאותן הניבו קרנות אלו למשקיעים, וכן את האתגרים העומדים כיום בפני מנהלי קרנות ה-PE ביצירת ערך למשקיעי ה-LP. המאמר מתרכז באפיקי ההשקעה העיקריים שהם קרנות ה-VC וקרנות ה-LBO. למרות הדמיון הרב במבנה של קרנות אלו (בהיותן limited partnership או בחוזה התגמול של מנהלי הקרן), ישנם הבדלים מהותיים באופן פעילותן.

קרן LBO טיפוסית מנהלת נכסים בשווי 1-4 מיליארד דולרים, משקיעה בחברות פורטפוליו בוגרות שיש להן תזרים מזומנים יציב יחסית ויכולת לקחת חוב, רוכשת חברות אלו על ידי מימון הרכישה בעזרת 60% חוב, מייצלת את פעילותן באמצעות ייעוץ אסטרטגי, החלפת מנהלים, הקטנת הוצאות וכדומה, ובסוף מממשת את ההשקעה על ידי הנפקה, מכירה לחברה אחרת בענף או מכירה לקרן PE אחרת, כשהמימוש נעשה במכפילים של 2-3.

ה-dry-powder הגלובלית בקרב קרנות ה-PE עלתה באופן עקבי בשנים האחרונות ועברה לאחרונה את חסם ה-2 טריליון דולרים, כאשר קרנות מסוג buy-out מהוות כשליש מכך (Bain and Company, 2019). יש התוהים כיום האם שוק ה-PE גדול מידי, מצב שיקשה על מנהלי הקרנות למצוא הזדמנויות השקעה אטרקטיביות במכפיל סביר ולספק את התשואות הגבוהות להן המשקיעים מצפים. בחינה יותר קרובה של הנעשה בשוק תאפשר להתייחס לתהיות אלו של המשקיעים.

ביקוש הולך וגדל מצד משקיעים: כאמור, רוב קרנות

ה-PE בעולם מתחילות את פעילותן כשברשותן התחייבות מצד המשקיעים לכספים העתידיים. כספים אלו מיועדים להשקעה בחברות פורטפוליו, לכשיזוהו הזדמנויות ההשקעה הרלוונטיות על ידי מנהלי הקרן. מבחינה פרקטית, קרנות ה-PE דואגות לכך שתוך כדי הפעילות השוטפת ובתזמון נכון יהיה להן את הכסף הדרוש לצורך מימון השקעותיהן. בדרך זו הן שומרות על רמות הניזילות הנדרשות מבלי להחזיק כספים בחשבונותיהן שלא לצורך. לכן, ברמת הקרן הספציפית, זה מאוד טבעי לחשוב שרמת ה-dry-powder של הקרן תקטן בחלוף הזמן מיום היווסדה. ברמת התעשייה, הכוללת קרנות בנילים שונים, אפשר להניח שרמת ה-dry-powder תהווה חלק פרופורציונלי לסך כל ההשקעות השנתיות. על כן, בעוד שהיקף ההשקעות של שוק ה-PE גדל, ניתן לצפות שיחס הכספים הלא מנוצלים יגדל גם כן. כל זאת, כמובן בהנחה שאפשרויות ההשקעה העתידיות ימשיכו לגדול.

החשש מפני האפשרות לרוויה בשוק ה-PE משקף את ניסיון המשקיעים בשנים שהובילו לשיאים של 2006-2007. באותן שנים שלפני המשבר הפיננסי, רמת ה-dry-powder תאמה את תחזיות ההשקעה העתידיות, אבל לא את רמות ההשקעה שהתממשו בפועל. למשל, בשנת 2007 מדד ה-dry-powder עמד על טריליון דולרים כשבפועל רמת ההשקעה השנתית ב-2008 צנחה ל-200 מיליארד דולרים לעומת השקעה שנתית של 800 מיליארד דולרים בכל אחת מהשנים 2006 ו-2007. בראייה לאחור, לשוק לקח כארבע וחצי שנים (עד אמצע 2012) להשקיע את כמות ה-dry-powder של 2007. כשלעצמו זה לא בהכרח דבר רע שמנהלי הקרנות צמצמו את השקעותיהם, שהרי הם לא קובעים את מצב השווקים אלא פועלים על פיהם. לכן השאלה היא לא בהכרח היקף ההשקעות, אלא איכותן.

חד-משמעיות ויש בהן מידה של סובייקטיביות. בנוסף, השוואה בין קרנות ה-PE על בסיס מדד זה או על בסיס המדדים IRR או MIC המקובלים יותר בפרקטיקה, אינה לוקחת בחשבון את ההבדלים ברמות הסיכון ולכן היא בעייתית.

כשמדובר בשאלת ביצועי העתיד של קרנות ה-PE של היום, למרות שכמובן לא ניתן לתת מענה ישיר לשאלה זאת, כן ניתן לבחון את המגמות העכשוויות בשוק ה-PE העוללות להצביע על טיב ההשקעות הצפויות להתממש בשנים הקרובות. מצד אחד, התמונה המצטיירת היא של שוק הנמצא בשיא מבחינת היקף הנכסים המנוהלים, שיא מבחינת היקפי הניוסים בשנים האחרונות ושיא של ביקושים מצד המשקיעים להשקיע את כספם באפיק השקעה זה. מצד שני, השוק אומנם נמצא בשיא מבחינת סך כל הכספים שקרנות ה-PE כבר גייסו, אך מדובר בכספים שטרם הושקעו בחברות פורטפוליו. כמו כן, השוק נמצא בשיא מבחינת הפרמיות שקרנות ה-LBO נאלצות לשלם. בעוד שתמונה זאת לא בהכרח מעידה על כך ששוק ה-PE נמצא ברוויה שעלולה לפגוע בתשואות העתידיות של המשקיעים החדשים הנכנסים לשוק, זו בהחלט אפשרות שיש לקחת בחשבון.

לעומתה, קרן ה-VC הטיפוסית היא קטנה יחסית והיקף הנכסים שלה הוא בשווי 100-250 מיליון דולרים. קרן זו משקיעה בחברות סטרטאפ טכנולוגיות שיש להן פוטנציאל צמיחה גדול. ההשקעה מתפרשת על פני מספר שנים שבהן חברת הפורטפוליו עומדת ביעדים שאותם קבעה הקרן. קרן VC מלווה מקרוב את חברות הפורטפוליו ויוצרת ערך על ידי חיבור הזיז עם משקיעים, מציאת קליינטים, הכוונה תפעולית, ניוס חברי דירקטוריון ועוד. בנוסף, לעומת קרנות ה-LBO, הסיכויים למימוש השקעה על ידי מכירה או הנפקה הינם קטנים ביותר כשמדובר בקרנות VC, אך מכפילי ההשקעה במקרים אלו הם הרבה יותר אטרקטיביים.

ביצועי קרנות ה-PE נמדדים בספרות האקדמית בעזרת מדד ה- PME . מדד זה מתבסס על מדד מכפיל ההשקעה הידוע MIC, אך בניגוד לו, מדד ה- PME לוקח בחשבון את היוון תזרימי המזומנים על ידי שימוש בגורם היוון המשקף את הסיכון הנלווה בפעילות הקרן. באופן תאורטי ניתן היה לקבוע לכל קרן גורם היוון תואם על פי הנכסים הספציפיים שאותה היא מנהלת, אבל הדבר אינו אפשרי שכן יש מחסור בנתונים. אם נתבונן במדד תיק השוק כנקודת הייחוס נוכל לומר כי על סמך המחקרים הרבים שבדקו את פעילות קרנות ה-PE, התשואות בקרנות עולות בממוצע על התשואות של תיק השוק. אם נבחן את התשואות בקרנות VC נראה שהתשואות השנתיות עולות בכ-4% מעל תיק השוק בחלק מהמחקרים, בעוד שקרנות ה-LBO מניבות תשואות נמוכות מכך, אך עדיין עולות על תשואות תיק השוק. כפי שמפורט במאמר זה, המסקנות הן לא

רשימת מקורות

- Acharya, V., Gottschalg, O., Hahn, M., Kehoe, C., (2013). Corporate governance and value creation: evidence from private equity. *Review of Financial Studies* 26, 368-402.
- Ang, A., Chen, B., Goetzmann, W. N. & Phalippou, L. (2018). Estimating private equity returns from limited partner cash flows. *Journal of Finance*, Vol. 73, Issue 4, 1751-1783.
- Bain and Company, Global Private Equity Report, 2019. www.bain.com
- Chevalier, J. A. and Ellison, G. D. (1997). Risk taking by mutual funds as a response to incentives. *Journal of Political Economy*, 105, 6, 1167-1200.
- Driessen, J., T.C. Lin and Phalippou, L. (2012). A new method to estimate risk and return of nontraded assets from cash flows: the case of private equity funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47, 511-535.
- Gompers, P. (1996). Grandstanding in the venture capital industry. *Journal of Financial Economics*, 42, 1, 133-156.
- Gompers, P., Kaplan, S. N., Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do? *Journal of Financial Economics*, Vol. 121 No. 3.
- Gompers, P., Lerner, J. (1999). An analysis of compensation in the US venture capital partnership. *Journal of Financial Economics*, 51, 3-44.
- Harris, R., Jenkinson, T, Kaplan, S. (2014). Private equity performance: what do we know? *Journal of Finance*, Vol. 64, Issue 5, 1851-1882.
- Kaplan, S. N. and Sensoy, B. A. (2014). Private Equity Performance: A Survey. Charles A. Dice Center Working Paper, No. 2015-10.
- Kaplan, S. N., and Schoar, A. (2005). Private equity performance: returns, and capital flows. *The Journal of Finance*, Vol. 60, 1791-1823.
- Kaplan, S. N., Stromberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, 121-146.
- Jagadeesh, N., Kraussl, R., and Pollet, J. (2015). Risk and expected returns of private equity investments: evidence based on market prices. *The Review of Financial Studies*, Vol. 28, Issue 12, 3269-3302.
- Long, A. and Nickels, C. (1996). A private investment benchmark? AIMR conference on venture capital investing.
- Metrick, A., Yasuda, A. (2011). Venture capital and other private equity: A survey. *European Financial Management*, 17:619-654
- Page, B. (2018). CEO attributes, compensation, and firm value: evidence from a structural estimation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 128, Issue 2, 378-401.

Phalippou, L. (2013). Performance of buyout funds revisited? *Review of Finance*, Vol. 18, Issue 1, 189-218.

Phalippou, L. (2014). Hilton Hotels: A case study in real estate private equity. Working paper ssrn.

Phalippou, L., and Gottschalg. (2009). The performance of private equity funds. *Review of Financial Studies*, 22, 1747-1776.

Robinson, D., Sensoy, B. (2016). Cyclicity, performance measurement, and cash flow liquidity in private equity. *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, Issue 3, 521-543.

Stucke, R. (2011). Updating History. Working paper, University of Oxford.